

短期看特色原料药加速增长， 中长期看制剂突破

增持

——海正药业（600267）研究报告——

内容摘要:

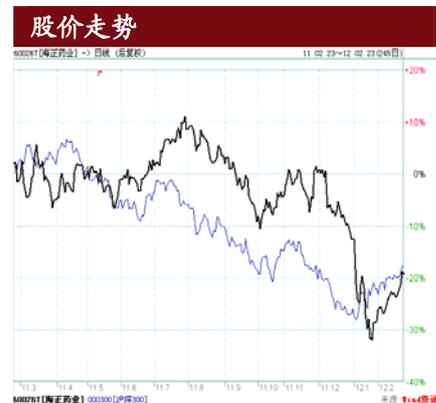
- **公司战略转型追求从未间断，制剂突破剑指国内市场。**公司实现了从大宗原料药到特殊原料药蜕变，志存高远往高端（制剂）发展的思路从没有动摇过。公司往制剂方面转型条件成熟：公司研发实力雄厚。研发投入较高（研发投入占工业收入比重超过8%）、国内外药品注册号结构自成体系；与辉瑞成立合资公司加速制剂成长。该合资公司成为辉瑞抢占中国市场桥头堡，受到辉瑞高度重视，辉瑞独具特色销售模式再加上海正优秀的制剂，如虎添翼；公司发展战略清晰。做强制剂是公司十二五规划核心内容之一。
- **资产周转率（尤其是应收账款周转率）的下降导致 ROE 略有下降。**从 ROE 的结构看，销售净利率是非常强势的，说明公司盈利能力很强；但公司资产周转率的下降说明公司资产运行效率是较低的；资产周转率的下降主要是流动资产周转率的下降；流动资产周转率的下降主要是应收账款周转率下降造成。因此，11 年 ROE 的下降主要原因是资产周转率、权益乘数下降造成的，其中资产周转率（尤其是应收账款周转率）的下降占得比重较大。
- **估值与投资策略。**根据我们对公司核心产品预测：2011 年、2012 年、2013 年对应 EPS 分别为 0.99 元、1.30 元、1.68 元，对应 PE 分别为 27.57X、21.53X、14.99X。通过与同类公司估值比较发现：现在看公司估值较为合理，但考虑到公司原料药成长性、制剂巨大潜力及行业中龙头地位，公司具有明显投资价值，首次给予“增持”评级。风险提示：1)与辉瑞成立合资公司仍具有一定风险，如具体条款的商榷充满不确定性；2)特色原料药订单具有一定的不确定性；3)由于应收账款周转率逐步下降，说明应收账款周转需要天数是增加的。应收账款出现坏账的可能变大。

分析师

申明亮
执业证号：S1250511070001
电话：023-63786349
邮箱：shml@swsc.com.cn

联系人

朱国广
电话：023-63812537
邮箱：zhugg@swsc.com.cn



基础数据 海正药业 (600267)

总股本(亿股)	5.25
流通 A 股(亿股)	4.84
52 周内股价区间(元)	24.15-40.8
总市值(亿元)	154.77
总资产(亿元)	80
每股净资产(元)	8.2
当前价(元)	27.29
目标价	6 个月 30
	12 个月 35

	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入(百万)	4003	4544	5100	5865	6803
增长率(%)	26	14	12	15	16
净利润(百万)	272	366	520	686	994
增长率(%)	39	35	41	32	45
每股收益(元)	0.52	0.70	0.99	1.30	1.89
市盈率	54.48	38.99	27.57	21.53	14.99

注：收盘价以 2012 年 3 月 22 日为准。

目 录

一、投资核心观点	1
(一) 公司研发能力优势	3
(二) 辉瑞助推公司制剂成长，国内市场为突破口	4
(三) 公司战略结构清晰	5
三、资产周转率（应收账款周转率）下降导致 ROE 出现一定幅度下降	5
(一) 11 年 ROE 出现一定程度下滑	6
(二) 公司销售净利率持续攀升	6
(三) 资产周转率屡创新低	7
(四) 权益乘数加速下跌	7
(五) 总结	8
四、公司 12 年财务状况前瞻	8
(一) 原料药将进入加速度增长	9
(二) 公司制剂年内不会出现大幅上涨	10
(三) 12 年公司业绩前低后高	10
五、估值分析与风险提示	10

图表目录

图 1: 公司营业收入与增长率预测.....	1
图 2: 公司净利润与增长率预测.....	1
图 3: 公司制剂发展战略路线图.....	3
图 4: 杜邦分析法模式.....	5
图 5: 公司权益净利率历史分布.....	6
图 6: 公司单季度权益净利率历史分布.....	6
图 7: 公司销售净利率历史分布.....	6
图 8: 公司单季度销售净利率历史分布.....	6
图 9: 公司资产周转率历史分布.....	7
图 10: 公司单季度资产周转率历史分布.....	7
图 11: 公司存货周转率与应收账款周转率分布.....	7
图 12: 公司流动资产与固定资产周转率历史分布.....	7
图 13: 公司权益乘数历史分布.....	8
图 14: 公司单季度权益乘数历史分布.....	8
图 15: 公司资产负债率历史分布.....	8
图 16: 公司单季度资产负债率历史分布.....	8
图 17: 全球专利药到期个数.....	9
图 18: 美国仿制药占总处方药比例.....	9
图 19: 全球仿制药市场与药品市场增速对比.....	9
图 20: 美国仿制药占总处方药比例.....	9
图 21: 公司营业收入与增长率预测.....	10
图 22: 公司净利润与增长率预测.....	10
表 1: 公司与产品盈利预测.....	2
表 2: 相关公司估值比较.....	2

一、投资核心观点

有别于市场的看法

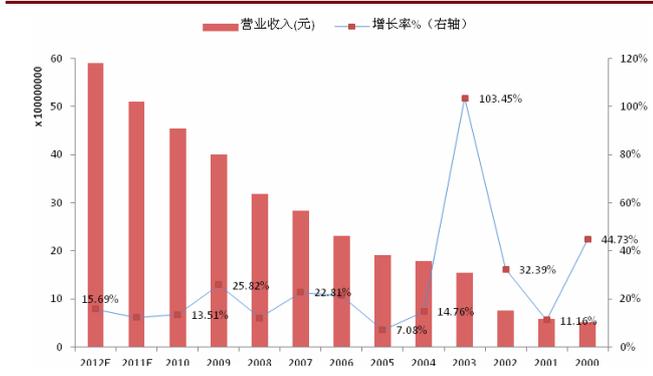
1) 市场部分观点认为公司竞争力主要集中在原料药方面，但对公司制剂业务增长没有充足信心。我们坚定的相信：公司已经实现从大宗原料药到特色原料药的转变，只要我们给公司点时间，公司制剂将会做大做强，制剂占营业收入的比重将超过原料药，甚至占据绝对优势。主要逻辑主要是以下两点：公司研发实力雄厚。在国内外获得许多文号与专利；销售模式的变革。与辉瑞合作时，公司将借助辉瑞销售模式提升制剂在国内销售。

2) 海正药业走制剂道路，切入点不是国际而是国内。医药制剂的国际化对中国药企是非常大的挑战，包括恒瑞医药走的也是比较艰辛。为什么国内是突破口？我们逻辑如下：国内企业产品出口的优势主要仍集中在劳动力优势上，对于医药企业来说技术是最大竞争。同时药企毛利率较高，人工成本优势相对于低毛利率的行业优势较小；我们可以试想：如果海正制剂首先是出口，为什么公司要等到现在而不是以前就去做制剂出口？因此，现公司在辉瑞的协助下，公司制剂销售首先在国内突破。

股价催化剂

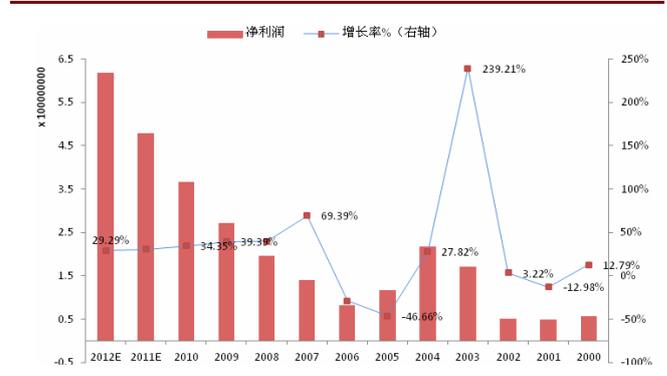
与辉瑞合作的明细化进程；公司签订 API 订单；新产品上市等。

图 1：公司营业收入与增长率预测



数据来源：重庆金融研究院

图 2：公司净利润与增长率预测



数据来源：重庆金融研究院

盈利预测与估值

根据我们对公司核心产品预测：2011 年、2012 年、2013 年对应 EPS 分别为 0.99 元、1.30 元、1.68 元，对应 PE 分别为 29 倍、23 倍、17 倍。通过与同类公司估值比较发现：现在看公司估值较为合理，但考虑到公司原料药成长性、制剂巨大潜力及行业龙头地位，公司具有明显投资价值，首次给予“增持”评级。

表 1: 公司与产品盈利预测

产品	指标	2010	2011	2012	2013
公司	工业收入 (百万)	2250	2640	2985	3458
	增长率	13.61%	17.33%	13.07%	15.85%
	毛利率	53.89%	52.82%	54.56%	54.81%
抗肿瘤药	营业收入	667	750	823	908
	增长率	20%	12%	10%	10%
	毛利率	85.87%	83%	83%	83%
抗寄生虫药	营业收入	402	580	754	95
	增长率	36.48%	4.28%	30.00%	20.03%
	毛利率	33.35%	32%	32%	32%
抗感染药	营业收入	535	540	556	573
	增长率	-5.42%	0.93%	2.96%	3.06%
	毛利率	53.14%	52.50%	52.50%	52.50%
心血管药	营业收入	316	360	375	390
	增长率	-2.38%	13.92%	4.17%	4.00%
	毛利率	18.02%	18%	18%	18%
内分泌药	营业收入	255	320	34	453
	增长率	3.11%	25.49%	20.00%	17.97%
	毛利率	51.26%	50%	50%	50%
其它药品	营业收入	75	90	104	119
	增长率	38.08%	20.00%	15.56%	14.42%
	毛利率	44.68%	44%	44%	44%

数据来源: 重庆金融研究所

表 2: 相关公司估值比较

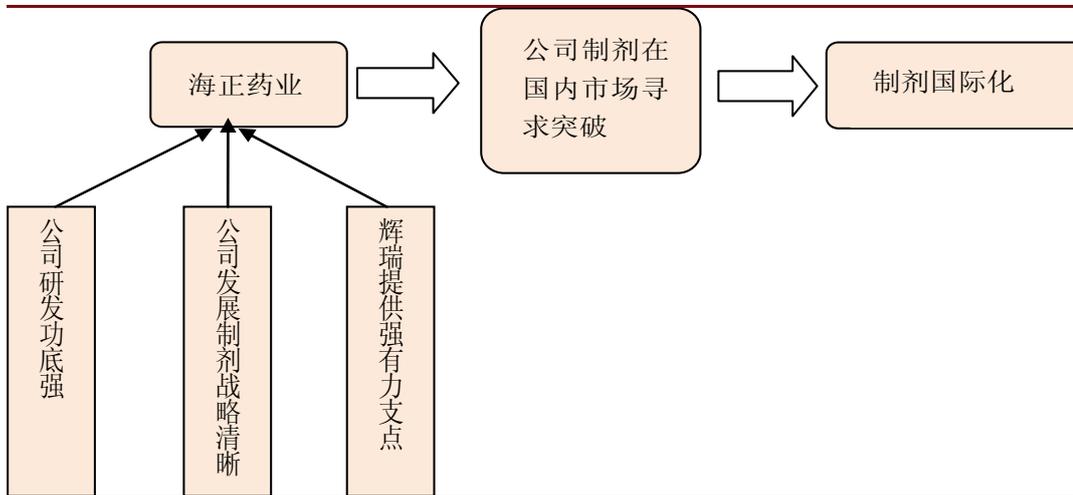
公司名称	现股价 (元)	EPS				PE			
		10	11E	12E	13E	10	11E	12E	13E
华海药业 (600521)	11.85	0.2	0.4	0.44	0.5	56.43	29.63	26.93	20.43
海翔药业 (002099)	19.48	0.53	0.71	0.99	1.29	36.75	27.44	19.68	15.10
西南合成 (000788)	7.07	0.45	0.19	0.25	0.31	15.71	37.21	28.28	22.81
新华医药 (000756)	5.87	0.21	0	0.35	0	27.95	0.00	16.77	0.00
信立泰 (002294)	28.	.57	1.13	1.4	1.89	17.90	24.87	18.99	14.87
海正药业 (600267)	29.34	0.7	0.99	1.28	1.68	41.91	29.64	22.92	17.46
行业均值						32.78	24.80	22.26	15.11

数据来源: 重庆金融研究所

二、公司战略转型追求从未间断，制剂突破剑指国内市场

公司实现了从大宗原料药往特色原料药蜕变,公司志存高远往高端发展的思路从没有动摇过。公司主营业务从原料药转型到制剂必要性分析:仿制药规模大、增速快。现全球仿制药规模高达 1300 亿美元,更重要的是最近 3 年还将有 600 亿美元专利药到期。仿制药增速为全球医药行业平均增速的 2 倍,从而为公司转型奠定了基础;制剂毛利率高。制剂毛利率高达 80% 左右,而原料药毛利率仅 30-40% 左右,尤其是最近几年相关人工成本等大幅上涨,致使原料药毛利率下降;从产业链看,制剂属于高端产品,原料药属于相对低端产品,如原料药相关环境问题频发。随着人们对环境重要性的认识,环境污染治理成本会越来越高。公司重点发展制剂的优势如下:

图 3: 公司制剂发展战略路线图



数据来源: 重庆金融研究所

(一) 公司研发能力优势

公司注重新产品的研发,公司抓住生物制药产业化的时机,升级研发体系和技术平台,着力推进小分子药物向大分子药物升级,重点开展脂质体、纳米制剂、靶向制剂、控缓释和速释、大分子给药系统等型制剂的研究。创新生物新药肿瘤坏死因子受体抗体融合蛋白是治疗关节炎的药物,目前已经完成 II 期临床试验,将着手 III 期临床试验,批量生产贡献业绩需待时日。公司在研发投入与药品产品批号丰富。

- 公司对研发投入比重为国内医药企业平均水平的 3-4 倍。公司在研发投入方面,公司每年对研发投入占公司工业收入的 8% 以上,在国内一直处于领先水平,略高于恒瑞医药与天士力。10 年公司研发投入总计 1.92 亿元,占公司工业销售收入的 8.6%。研发重点集中在高难度产品的“避专利”工艺开发、基因药物研发以及针对国内市场进行的专门产品研发和创新。
- 在研产品方面,去年公司将有 3 个一类新药进入临床试验,包括抗肿瘤辅助用药、降胆固醇药物、新型肿瘤的诊断和治疗光敏剂,海外类似产品在国际市场上均拥有巨大的市场。因此公司的研发方向及研发能力也远超国内同行,未来有望真正实现创新药的研发。

（二）辉瑞助推公司制剂成长，国内市场为突破口

2011年6月30日海正公告与辉瑞公司签订《合资意向书》，仅就共同出资组建合资公司达成初步意向，具体细节在洽谈中。2012年2月20日海正公告与辉瑞卢森堡公司签订《合资框架协议》，拟设立“海正辉瑞制药有限公司”，总投资2.95亿美元，注册资本2.5亿美元，其中海正药业占股51%（出资方式：资产与现金）、辉瑞占股49%（出资方式：全部是现金）。现合资公司处于具体事项的商谈中，如管理层出任问题（对于公司管理层问题，由于海正具有控制权董事长有海正出人担任，合资公司CEO、CFO与营销总监分别两公司协商决定）；两公司具体注入哪些产品到合资公司等。具体项目实施需要签订相关正式合同。

1、海正与辉瑞战略联姻，对海正的意义何在？

- 对公司具有战略意义。从长远角度看，与辉瑞战略联姻成立合资公司对海正具有深远战略意义，主要是因为这次合作不仅是销售合作，而是研发、生产与销售为一体的。海正是合资公司的大股东具有很强的话语权，因此海正能够很方便学习辉瑞的管理模式与组织结构，更不用说复制辉瑞的销售模式。所以，从这个角度看，合资公司的成立对海正具有深远战略意义。
- 海正欲借势在制剂方面有重大突破。在公司十二五战略规划中，公司想提高制剂收入在总收入中的比重，但对于处方药的销售一直是公司的短板多次想突破未遂。辉瑞是全球最强的药企，在销售渠道方面有自己独到之处，尤其是公司公关能力。所以，我们认为：海正借辉瑞之势实现制剂的十二五规划将是正确之举。
- 合资公司的成立将助推海正原料药销售。由于海正对合资公司具有话语权，合资公司首选海正的原料药（不过海正原料药在国内也是首屈一指的），从而利好公司原料药的销售。
- 合资公司有助于公司实现宏伟战略。公司目标是成为国际化的医药巨头，公司把国内制剂的销售仅做为突破口，换句话说合资公司为公司制剂国际化打下坚实基础。

2. 辉瑞与海正战略联姻，对辉瑞的意义何在？

- 公司制剂“功底”仍在。公司现有50多个产品，公司制剂销售一直处于一蹶不振的状态，但辉瑞认为公司的产品效果是非常好，只不过海正没有把这些产品做好而已。辉瑞有优异的销售模式，这些产品放在辉瑞的销售模式下如鱼得水，所以辉瑞认为海正产品潜力较大。
- 辉瑞看好海正制剂国际化生产线标准。尽管辉瑞成立合资公司很大程度上是看好国内医药市场，但辉瑞做为全球巨头，对产品质量要求是不言而喻的，国内企业能够满足辉瑞要求的屈指可数。如海正富阳口服制剂生产线通过国内GMP后，FDA认证正在进行中；针剂一条线完成GMP认证，针剂设计1500万只生产线，已经通过国内GMP，正在申请国际标准，据说为合资公司建的。
- 为了抢占国内仿制药市场，建立合资公司是辉瑞“迫不得已”之举。辉瑞主要是原研药，其意识到创新专利药逐步到期，仿制药将是巨大市场。辉瑞又不想破坏自己原研药市场地位，所以采用合资公司做仿制药。建立合资公司，一方面是借助本土企业适应国内风俗；另一方面也可以实现抢占国内仿制药市场的目的。

（三）公司战略结构清晰

“公司的主要收入来源是特色原料药和国内制剂。公司形成了原料药外销和原料药合同生产两成熟业务，制剂主要集中在国内。制剂业务是在十二五规划期间，公司产品结构调整是重要举措，其国内制剂业务已成为公司重要的板块。我们认为：尽管国际制剂业务方面也探索新的合作模式，如通过与国外客户合作进入欧盟市场，创立了“自主品牌制剂商业新模式”，但国内应该是公司制剂突破口，尤其是公司与辉瑞设立合资公司之后。

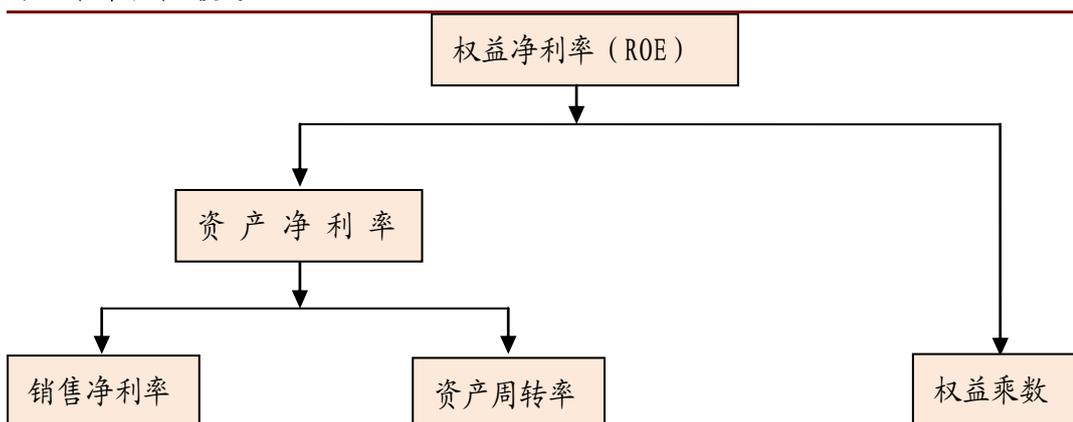
“十二五”期间，公司在全面释放“十一五”产品和产能储备并延伸到市场经营的基础上，将完成从“国际原料药工厂”转型为“品牌仿制药公司”。目前累计已有 15 个制剂品种在近 40 个国家注册。其中：制剂他克莫司胶囊在欧盟 27 个国家、美罗培南粉针在吉尔斯坦和土库曼获得上市批准。

总结：通过以上分析我们可以发现：由于海正战略明确、辉瑞又给公司一个支点再加上公司本身的研发功底，所以海正制剂战略为：首先是国内市场为突破口，然后是制剂国际化，敬请拭目以待。

三、资产周转率（应收账款周转率）下降导致 ROE 出现一定幅度下降

这部分内容主要采用杜邦分析法。杜邦分析法是利用几种主要的财务比率之间的关系来综合地分析企业的财务状况。具体来说，它是一种用来评价公司赢利能力和股东权益回报水平，从财务角度评价企业绩效的一种经典方法。其基本思想是将企业净资产收益率逐级分解为多项财务比率乘积，这样有助于深入分析比较企业经营业绩。

图 4：杜邦分析法模式

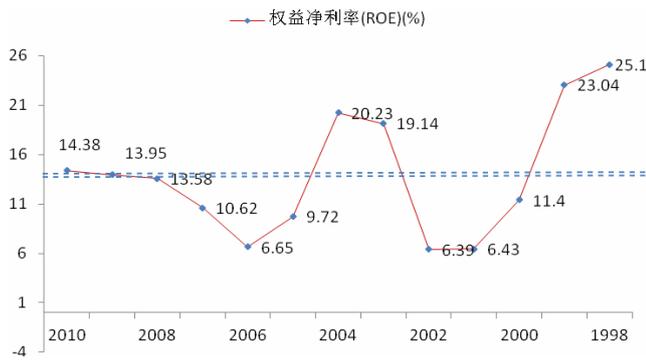


数据来源：重庆金融研究所

(一) 11 年 ROE 出现一定程度下滑

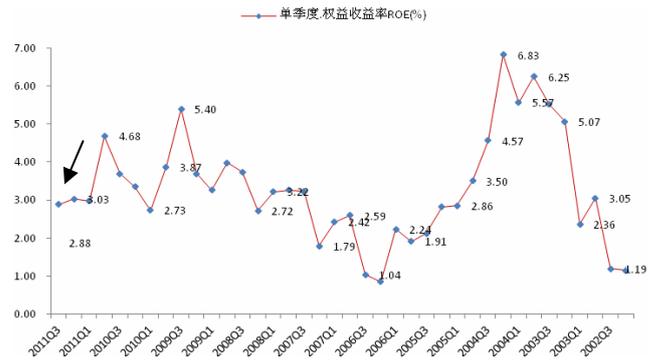
从下图中可以发现：从年度 ROE 分布看，从 06 年开始 ROE 走出阶段低谷（6.65%）逐步攀升 10 年高达 14.38%，尽管出现 08 年全球金融危机；从季度 ROE 角度看，11 年前 3 个季度都相应出现较大程度下降，这种下降可能是销售净利率的下降也可能是资产周转率与权益乘数的下降，请关注下面具体分析。

图 5：公司权益净利率历史分布



数据来源：重庆金融研究院

图 6：公司单季度权益净利率历史分布

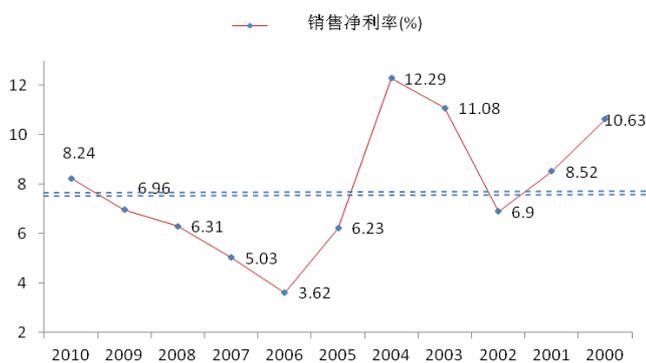


数据来源：重庆金融研究院

(二) 公司销售净利率持续攀升

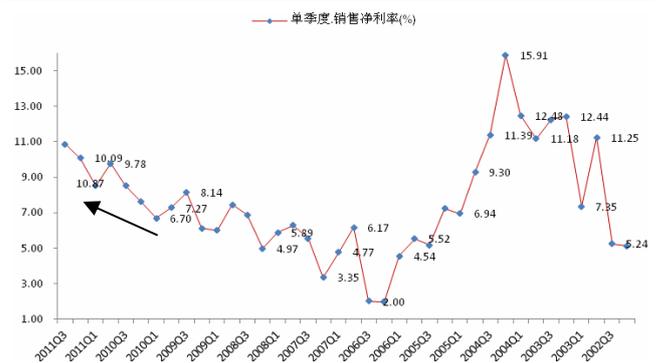
从下图中可以发现：从年度销售净利率角度看，从 06 年开始销售净利率走出阶段低谷（3.62%）逐步攀升 10 年高达 8.24%，尽管出现 08 年全球金融危机（与 ROE 走势类似）；从季度销售净利率角度看，尽管 2011 年药品价格受到医药政策打击，公司销售净利率仍然不断创新高，即 10.87%。

图 7：公司销售净利率历史分布



数据来源：重庆金融研究院

图 8：公司单季度销售净利率历史分布

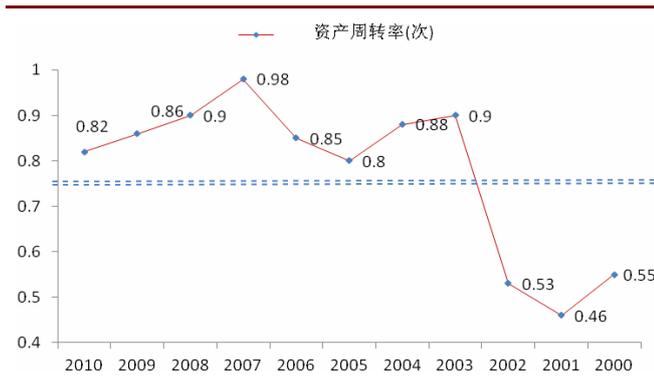


数据来源：重庆金融研究院

(三) 资产周转率屡创新低

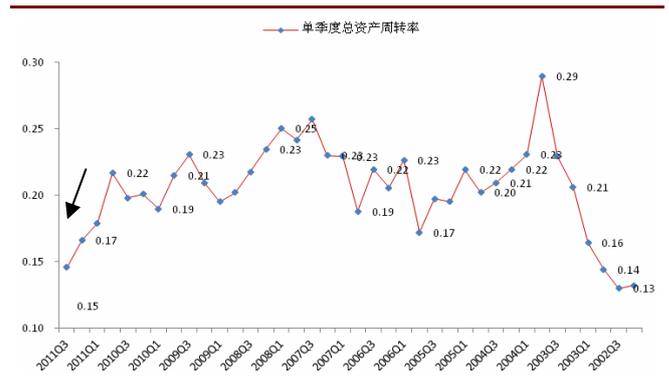
从下图中可以发现：从年度资产周转率角度看，从 07 年创出新高后（0.98）逐步走低，10 年低至 0.82，其走势正好与销售净利率走势相反；从季度资产周转率角度看，2011 年资产周转率加速下挫，严重拉低 ROE。

图 9：公司资产周转率历史分布



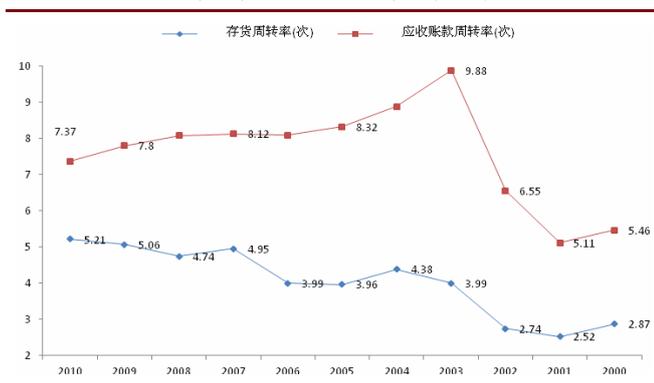
数据来源：重庆金融研究院

图 10：公司单季度资产周转率历史分布



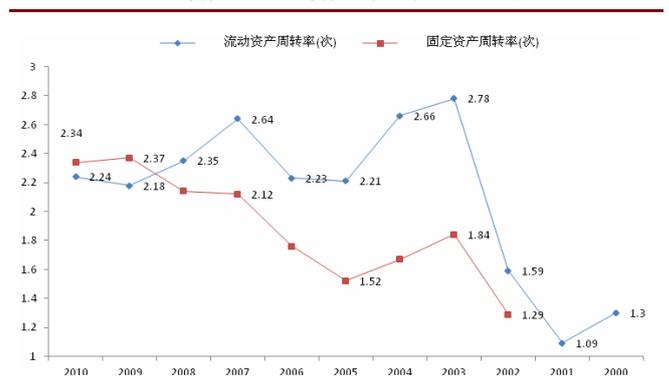
数据来源：重庆金融研究院

图 11：公司存货周转率与应收账款周转率分布



数据来源：重庆金融研究院

图 12：公司流动资产与固定资产周转率历史分布

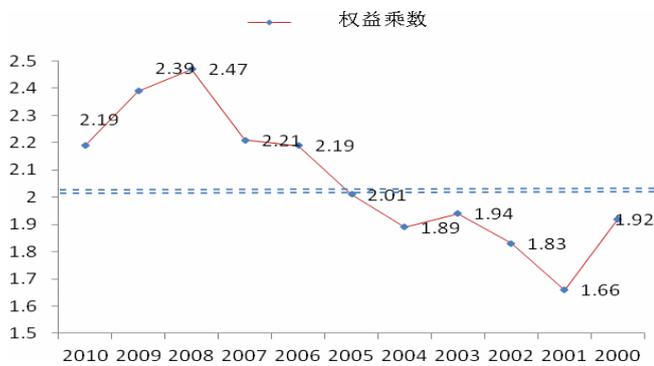


数据来源：重庆金融研究院

(四) 权益乘数加速下跌

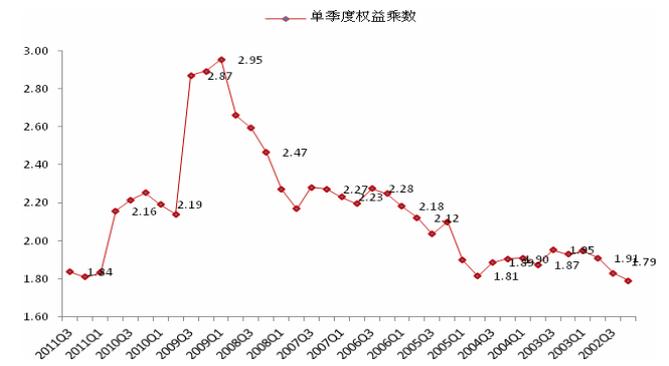
从下图中可以发现：从年度权益乘数角度看，其从 08 年创出新高后（2.47）逐步走低，10 年低至 2.19，其走势与资产周转率走势相似；从季度权益乘数角度看，2011 年权益乘数加速下挫，严重拉低 ROE。通过资产负债率也可以得到佐证，尤其是单季度资产负债率的下跌使权益乘数下降较快。

图 13: 公司权益乘数历史分布



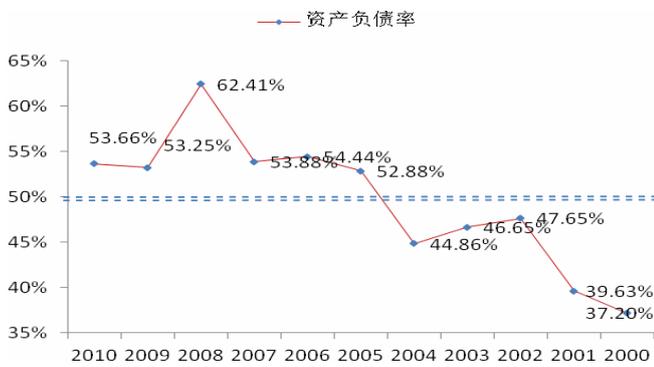
数据来源: 重庆金融研究院

图 14: 公司单季度权益乘数历史分布



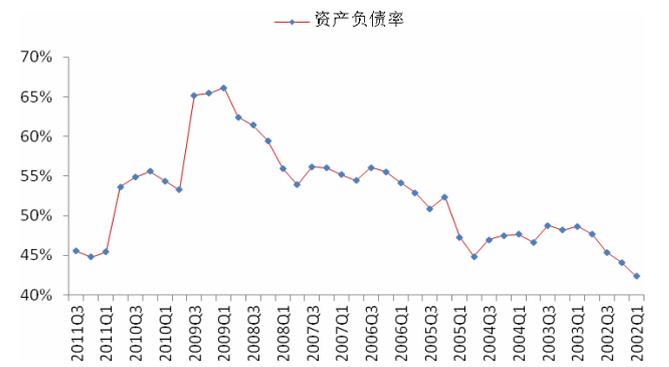
数据来源: 重庆金融研究院

图 15: 公司资产负债率历史分布



数据来源: 重庆金融研究院

图 16: 公司单季度资产负债率历史分布



数据来源: 重庆金融研究院

(五) 总结

通过上述分析, 销售净利率是非常强势的, 说明公司盈利能力较强; 但公司资产周转率的下降说明公司资产运行效率是较低的; 资产周转率的下降主要是流动资产周转率的下降; 流动资产周转率的下降主要是应收账款周转率下降造成。因此, 11 年 ROE 的下降主要原因是资产周转率、权益乘数下降造成的, 其中资产周转率 (更重要的是应收账款周转率) 的下降占得比重较大。

四、公司 12 年财务状况前瞻

目前公司主营业务收入主要是依靠特色原料药的销售, 制剂所占比重约三分之一左右, 制剂基本上都是在国内销售。由于公司跟辉瑞的合作短期内基本上不会对公司财务有所贡献, 所以公司业绩快速增长还是要看原料药。

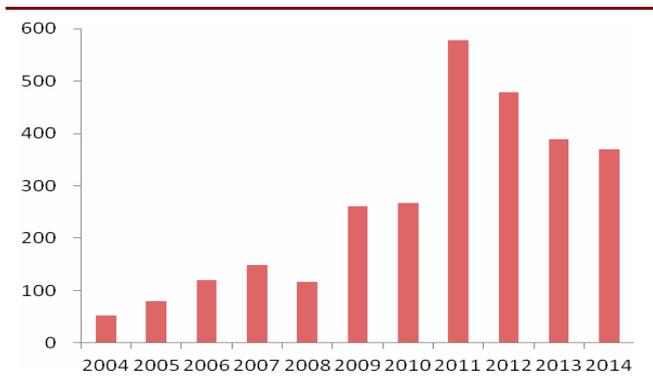
(一) 原料药将进入加速度增长

1、大规模专利药到期，仿制药市场规模扩大使公司原料药快速增长

公司特色原料药主要是用于出口到国外，出口原料药的制剂主要是仿制药。现全球仿制药市场规模高达 1300 亿美元，但近 3 年将约有 600 亿专利药到期，仿制药占全球药品市场比重逐年上升。近年全球仿制药市场增速远高于全球药品市场增速（约两倍增速），同时仿制药占总处方药比例逐年上升。从 2002 年至 2009 年，美国（美国是仿制药市场最大的国家）仿制药处方量占总处方量的比例，从 43% 上升到了 74%。

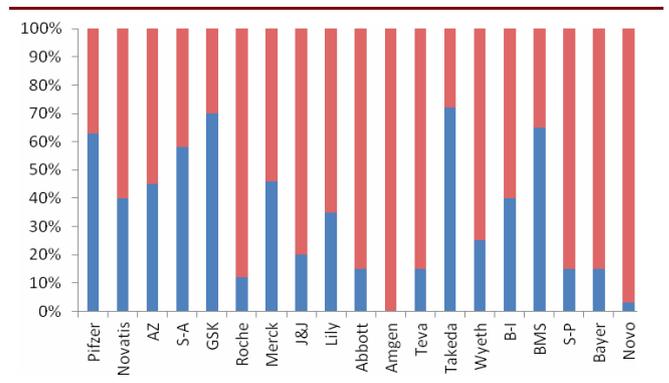
总结：11 年、12 年大量专利药到期致使仿制药市场规模迅速扩大，因此公司在 12 年开始将迎来原料药快速成长期。

图 17：全球专利药到期个数



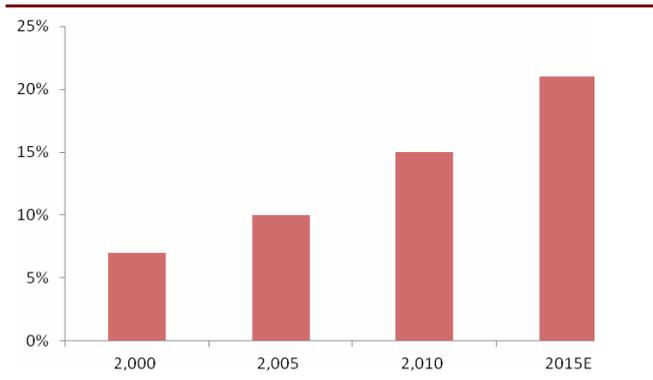
数据来源：重庆金融研究院

图 18：美国仿制药占总处方药比例



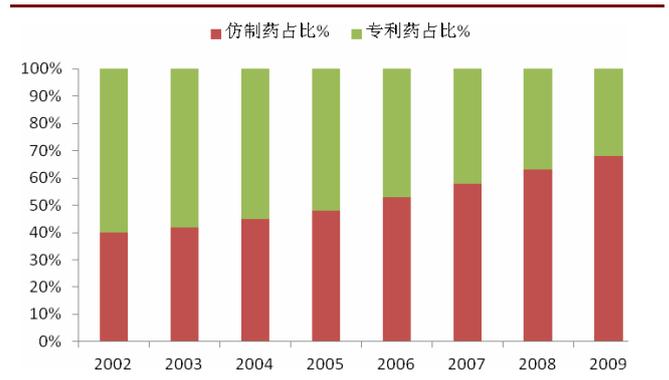
数据来源：重庆金融研究院

图 19：全球仿制药市场与药品市场增速对比



数据来源：重庆金融研究院

图 20：美国仿制药占总处方药比例



数据来源：重庆金融研究院

2、公司解决产能瓶颈，助推原料药快速成长

10 年公司定向增发募集资金主要用于建设富阳原料药生产线。共建设 4 条原料药生产线，其中 1 条 2011 年完成，基本上满负荷生产，另外 3 条原本预计 2011 年可以投产，但由于提取工艺变更，导致使用时间推迟，预计 2012 年上半年通过认证。我们认为：公司原料药增长速度过快，另外 3 条原料药全部投产后到 14 年原料药不会出现产能问题。

（二）公司制剂年内不会出现大幅上涨

公司在制剂方面产品批号丰富形成较好的产品梯队，更重要的是公司对制剂开发很不充分。这也是辉瑞看好公司主要原因。我们认为：由于海正现在与辉瑞的合作处于具体项目交涉期，同时两家公司还需要一个整合期，所以年内合资公司对海正业绩影响较小。

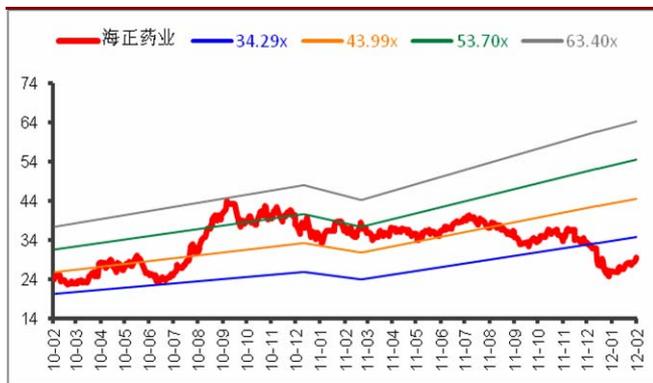
（三）12年公司业绩前低后高

公司在富阳建设4条原料药生产线，其中1条11年完成。另外3条原计划2011年可以投产，但由于提取工艺变更导致使用时间推迟，预计2012年上半年可以通过认证。换句话说，公司12年上半年可能出现产能瓶颈，下半年产能将获得释放。因此，我们判断：12年下半年业绩增速将快于上半年。

五、估值分析与风险提示

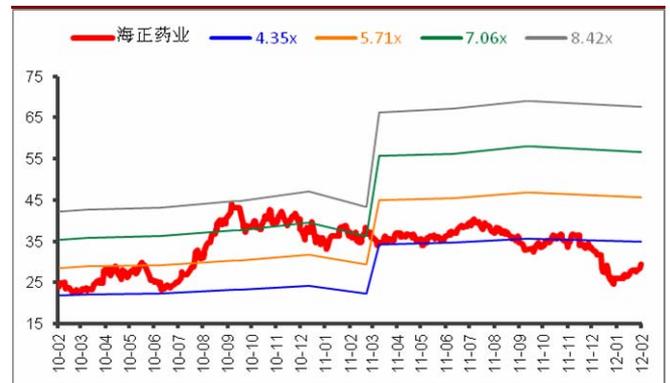
根据我们对核心产品预测：2011年、2012年、2013年对应EPS分别为0.99元、1.30元、1.68元，对应PE分别为27.57X、21.53X、14.99X。现在看公司估值较为合理，但考虑到公司原料药成长性与制剂巨大潜力，公司相当具有投资价值。风险提示：1)与辉瑞成立合资公司仍具有一定风险，如具体条款的商榷充满不确定性；2)特色原料药订单具有一定的不确定性；3)由于应收账款周转率逐步下降，说明应收账款周转需要天数是增加的。应收账款出现坏账的可能变大。

图 21：公司营业收入与增长率预测



数据来源：重庆金融研究院

图 22：公司净利润与增长率预测



数据来源：重庆金融研究院

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234 (总机)

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>